



管理经济结构 转型期间的金融风险

Managing the Financial Risks
During the Economic Restructuring



协办单位 上海市黄浦区金融服务办公室



金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

国家金融与发展实验室

2017 年 4 月 19 日

金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

张晓晶

国家金融与发展实验室

副主任

张晓晶：

尊敬的李扬理事长，尊敬的郑杨主任、陈卓夫区长，各位来宾，下午好！

我的题目是“利息负担与债务的可持续性”。其实利息负担估算是非常简单的数学。第一要算出来有多少债务，第二要知道利率是多少。其实就这两个东西，它们的乘积就是利息负担。我将主要围绕着三个方面来谈，一是当前的债务水平，也就是汇报一下去杠杆的最新进展；二是从长期趋势角度来看一看当前利率可能会怎么走；三是讨论下债务的可持续性。

一、去杠杆的最新进展

首先来说一下去杠杆的最新进展。这是关于美国的去杠杆。有个特点大家能看到，就是自危机以来美国的杠杆率是有所下降的，主要是金融部门的去杠杆。中国实体部门的债务或者说杠杆是一个什么情况呢？可以这么说过去的 20 年，总体的趋势都是上升的（中间有一点点的回落），但是到了 2016 年，根据我们的可比数据，实体部门的杠杆率其实是下降了 1 个百分点，从 228% 降到了 227%。尽管只降了一点点，但是表明了什么呢？应该说政府这么强力的去杠杆，还是取得了一些成绩。特别是，初步扼止了杠杆率上升的势头，这是值得肯定的。

那么，当前中国实体部门杠杆率在国际比较中处于什么位置呢？第一，在新兴经济经济体中是最高的，我们比其它金砖国家都要高得多；第二，跟美国比，前面那个图其实就显示出来了，美国 2016 年第三季度实体部门的杠杆率大概是 250%，中国已经接近它的水平。如果按照国际清算银行的估算，中国实体部门的杠杆率已经超过美国的水平了。这个我觉得应该要引起我们的重视。

接下来这里面有一个重要的结论，就是总体的杠杆率要下降，目前来说是很困难的，因为一方面，我们的去杠杆采取了很多行政性的手段，行政色彩很浓，强制性的。另一方面，就是稳增长仍然需要杠杆率的支持。

下面就各个部门去杠杆的情况我来简略介绍一下。

一是居民部门。这是最明显的一个加杠杆。大家看过去两年加杠杆都比较厉害。2016 年更明显，加了大约 5 个百分点。所有的杠杆率估算都是本部门的债务比上总体的 GDP，这是一个国际可比的口径。居民杠杆率的急速上升，在今天来看，可能是引起了监管当局的警惕。大家如果关注到所谓的认房又认贷等等的限制，就能感受到居民再像过去那样加杠杆，甚至在政府的诱导下加杠杆，已经不可能了。你想加杠杆已经加不了了。我觉得政府也是意识到这个大问题。不要过度相信中国居民加杠杆还有巨大空间，因为数据比较也存在一定的偏差。比如说居民的杠杆率现在是多少？大概是 45% 左右，国际上比较高的是 70%-80%。显然我们认为中国居民杠杆率是比较低的。但是这个杠杆率指标是居民债务比 GDP。如果我们用居民债务比上居民部门的净财富，这个结果马上会发生变化。根据我们估算，中国居民部门净财富占整个社会净财富的比重大概在 40%-50% 左右，而发达经济体居民部门净财富占比基本上是 70%-90% 左右。显然，如果根据居民部门债务比上该部门的净财富，我们现在的杠杆率就要高得多。所以我想在这样的情况下，居民部门加杠杆的步伐显然是放缓了，而且是在政府的政策限制下放缓了。

二是非金融企业部门杠杆率的变化。大家看到也是降了一个百分点。企业部门去杠杆是重中之重。我们一直在提。其实中央在提去杠杆的时候，我们就写过内部报告，就想说一个事，不要一般性地提“去杠杆”，而是要说“去企业杠杆”，因为一般性地去杠杆是去不掉的，这个部门去杠杆，必须要由别

的部门加杠杆来弥补。所以我们一直觉得去企业部门的杠杆最重要，因为企业部门的杠杆，无论是从绝对水平，还是从相对水平（也就是比率）看，至少在我们可比的主要经济体中，都是最高的。

这里需要提请大家注意的，是融资平台债务。企业部门的杠杆率有两种算法，一种算法是加上融资平台，一种方法是剔除融资平台。加上融资平台，企业部门杠杆率在 150-160% 左右，如果去掉融资平台，就 130% 多。为什么我们把融资平台债务都加到这里了？这是因为自 2015 年 1 月以后，根据新的预算法，所有融资平台借的债政府都不认了，你不能把它纳入到政府债务中去。

三是政府部门杠杆率。我们的估算表明，2016 年政府部门杠杆率比上一年下降 1.2 个百分点。考虑到数据的一致性与可比性，这里政府部门的债务仍然包含了融资平台债务。如果剔除融资平台债务，政府部门的杠杆率就会有大幅减少。虽然新预算法的出台，使得融资平台债务与政府债务完成了法律上的“切割”或分离，单从数字上，政府债务比以前“好看”了，但“后融资平台时期”地方政府新的或有债务风险需要格外警惕。这主要体现在，地方政府通过设立各类政府性投资引导基金，规避新预算法的有关规定，并与 PPP 相结合（特别是财政资金杠杆率有的竟高达 16 倍），或成地方债务的新风险点。从国际比较看，政府部门加杠杆是危机以来的基本趋势。就中国而言，尽管地方政府债务问题是较大隐患，但中央政府仍有加杠杆空间。如果分部门看，在企业部门去杠杆的同时，政府部门需要加杠杆以维持相对稳定的总需求。从这个角度，当前政府部门微弱去杠杆只是暂时的现象，并非趋势性变化。未来看，政府部门仍可能是一个渐进加杠杆的过程。

二、长期利率趋势与当前利率走向

接下来我们讨论利率趋势。我个人认为这个利率将可能会往上走，将会跟着美国的加息周期不断往上走。刚刚第一财经采访了 IMF 首席经济学家，他就是劝中国政府应该提高政策利率。这是外部的压力。从一个长周期角度，我也认为利率应该是往上走。

对利率到底应该怎么看？庞巴维克认为，利率是一个国家文化的反映：一个民族的智力和道德力量越强大，其利率水平越低下。但是我们在危机以后发现的事实，使得我们对这个判断要重新审视了。为什么？因为我们现在不但是利率低下，甚至是走到负的利率，这是非常好吗？这可能是经济非常糟的体现，不是“好得很”，而是“糟得很”。当然还有从经济史角度。他们都是用利率作为变量来衡量制度质量。你的利率低，说明你当时的市场经济制度，当然包括保护产权的制度都是非常好的，是有利于你的经济发展的。但今天我们遇到的利率这么低，未必体现了我们现在的经济制度有多好。

大家看这个图，是 5000 年的利率趋势。从这里可以看出，今天我们所面对的超低利率，甚至是负利率（前段时间大家对负利率讨论得比较多），是 5000 年来所没有过的。

下面我想简单说一下，到底是什么东西在这个背后决定了利率。大家知道利率反映的是时间偏好，这个东西较难衡量。其实我们根据长时段的利率走势，也能够找到背后的一些原因，就是一些实际的原因，不是心理的原因。大家看，从 12 世纪一直到 15 世纪直至 16 世纪初，欧洲的利率基本上都是一个下降的态势。当然我们可以说可能是这个制度变得越来越好了。但实际上的原因大家看，未必是一个根本性的制度变化。而是出现了百年战争和黑死病，人口锐减，从而使得人（或劳动力）的数量和资本的数量进行对比，资本显得多了，而人太少了，资本变得相对充裕了，从而利率下降了。这是一个非常重要的力量，而且是更为根本性的力量。这是值得我们关注的。因为现在全球，包括中国，还有一些发达经济体（如欧洲、日本），刚才李老师说，人口红利变成人口负债，这个实际上对利率是有很大影响的。

我们再看到了 16 世纪的时候，特别是中后期，利率又上行了。为什么会这样？我认为是出现所谓的“价格革命”。这是我个人的假说，不一定完全正确。也就是说西班牙从美洲运回来很多的白银，导致物价大幅攀升。意大利的物价大概在五六十年期间，上涨了 2.5 倍，这还不是最高的，有些欧洲国家上涨得更多。按照常识，白银多了，算是货币供应增加了，利率应该是下降。我认为短期应该是这样的。但长期看，特别是几十年的跨度，一定会是另外一种

应对。就是你的货币多了，物价太高了，最后的结果一定是利率上升。想一想，你的存款在银行，物价都涨了几倍，你的存款利率却没有上升，你能接受吗？大家如果去看布罗代尔的经典著作《菲利普二世时期的地中海》，就知道，价格革命时期的高利贷盛行。

再往后是十七世纪的金融革命与十八世纪的工业革命。这些对于利率都有非常根本性的影响。这里我不细说了。到今天，进入二十一世纪，我们所面临的负利率会不会结束？负利率时代是不是走完了？正利率是不是正在向我们走来？我个人认为，应该是这样的一个判断，即负利率恐怕要走向终结了。很多西方主流学者，大概在本轮危机爆发后不久，就指出，这次危机大概会持续10年时间。也就是从2008年到2017年，基本上是10年的过渡期。现在看，这个判断有一定的道理。因为大概有10年时间，发达经济体，包括全球经济，都是在低水平徘徊；但是十年以后经济开始复苏，美国开启了加息周期。我们前一段时间一直在讨论长期停滞，这个问题是不是已经解决了？我个人认为长期停滞问题并没有得到根本解决。但是长期停滞是说背后的太多的结构性因素导致全球经济复苏、特别是发达经济体的经济复苏比较艰难。但并不意味着在一个相对比较短一点的时间内，发达经济体，包括今天的美国，以及日本、欧洲，经济不可能会出现好转。实际上，发达经济体复苏出现积极变化，中国经济也有人说触底了（今年一季度的6.9%就很震撼）。这些都表明，利率可能会进入到上升周期。

结合以上两点，我们认为中国的利息负担可能会加剧。因为第一，我们的杠杆不可能很快的去掉，也就是说仍然会保持在比较高的水平，第二，我们的利率可能会上升（其实市场利率已经上升了）。结果就是我们的利息负担会加剧。我们有过一个很详细的估算，从2012年开始，利息支出总额已经超过名义GDP的增量，而且超出很多，2015年是2倍，2016年是1.4倍，非常高。

下面就这个利息负担，我觉得可以做一点讨论。其实这个问题我也没有想得很清楚。我们算的利息负担占GDP比重是百分之十几了。金融业增长值占GDP比重是多少呢？大约是8%-9%。也就是说，利率负担已经超过金融业增加值了。当然，这里有一个口径问题。我认为更重要的，金融业增长值也好，利息

负担也好，恰恰就是金融服务实体经济的代价。因为就中国这样的情况，储蓄率尽管有所下降，但仍然是非常高的。根据 IMF 的数据，大概还是 45%、46% 左右。这么高的储蓄意味着什么？意味着我们的资金价格不会很高。但实际上资金价格为什么高呢？很显然，从储蓄转化成投资，还要经过层层环节，如果每一个环节都去加码，最后的结果就是利息成本非常高，也就是说我们的金融服务效率非常低。这一点我们还可以再深入探讨。这对于我们理解金融如何服务实体经济有非常大的好处。

三、债务的可持续性

最后我们要讲债务的可持续性，我们从三个角度。

一个就是利息负担角度，我这里面提到了刚才说的储蓄率高不能保证我们的资金价格比较低。

还有比较重要的是如果我们的经济增速下滑。很多人在说，你的研究怎么不好好讲一下通货膨胀？我想说这个大家已经讲得很多了。我们还是从比较独特的视角来讲这个问题。通货膨胀是稀释债务最重要的方法之一，特别是二战以后，这个大家都能看到。当然如果看历史，其实最好的办法还不是这个，最好的办法就是赖账，西班牙王室有很多钱，但是至少有八次赖账。所以当时德国的这个叫富格尔家族（是当时最厉害的一个大财团），因为西班牙不还钱，就整个破产了。所以应对债务有很多办法，只是分析问题需要各有侧重。如果我们经济增速比现在还有进一步的回落，我们假定前面不变化，分母变小，那么整个的利息负担将会进一步加剧。这是从利息负担的视角。

第二个是政府债务可持续性视角。为什么要从政府债务来看呢？因为所有金融风险，债务风险，到最后都是由政府来买单，政府是作为真正的最后贷款人。这个意思就是说，所有的烂摊子最终都是由政府来收拾的。美联储在拯救危机的时候，伯南克会说我每天是要跟财长在一起开早餐会。因为没有财政部，没有政府在背后，实际上光靠货币政策是解决不了问题的。这是我们为什么要探讨政府杠杆率、政府债务的一个重要原因。政府债务就今天来看，我认为还将是一个不断上升的过程。其中地方政府，大家能看到，山东这个事已经

非常严重了，有人说比辽宁是有过之而无不及，这是非常严重的事了。这样的事情不断爆出来，也就意味着我们地方政府债务风险可能比大家想象的要大得多。中央政府反正是肉烂在锅里。如果我们要去比较政府债务，我能看到的，美国也好、英国也好，其实这些国家的政府债务一般是不包括地方政府的。这里我要给大家讲得非常清楚。为什么不包括地方政府？根本的原因在于地方政府还不起债就自己破产了，加州不行就可以破产，因为联邦政府不会管。中国是不能这么做的。我们不可能让地方政府破产。所以政府债务的可持续性是最重要的。我们的模拟分析也表明，未来政府的杠杆率还会上升。关于政府杠杆率，有个看法值得补充。其实李老师一开始说了，去杠杆不是要回到自然经济。一个经济发展能够用杠杆，这是你的水平，这是你的治理水平高。所以我们今天看到，美国是在借助外部的杠杆（比如中国）来支持其发展。杠杆率反映的是什么呢？金融发展水平高、货币的国际地位高，同时监管治理水平高。当然美国也出问题了。但是总体来讲，杠杆率水平高，特别是杠杆配置水平高，是其治理水平高的体现。从另外一个角度，如果我们政府能够适度的加杠杆，其实对于中国未来的发展，不一定是一件坏事，很可能是一件好事。

最后还是要回到主权资产负债表。为什么是主权资产负债表不是国家的资产负债表呢？因为国家资产负债表是有很多部门的，居民、企业、政府等等。主权资产负债表就是广义的政府部门资产负债表。广义政府部门就是现在的中央、地方政府加上国有企业。为什么又从这个角度？还是回到刚才，我们经济出了问题，最后是由政府来担责任。我们不能说出了问题以后，发生危机以后，让私人部门来救助。这是不可以的。亚洲金融危机期间，韩国百姓可以把自己的首饰都捐了，但这是他个人的行为。我们不能把私人财富拿过来充抵银行坏账。所以要拿就拿广义政府部门的财富。我们估算的结果，宽口径的主权净财富大约是 100 万亿左右。这些年变化不是很大。如果我们从资产流动性或者说变现能力来考虑，把行政事业单位的资产去掉，土地资产也去掉，我们窄口径的主权净财富也还有 20 多万亿左右。这表明我们还是有足够的资产来覆盖我们的债务。另外，如果按照中央提出来的“创新政府配置资源的方式”，那么，债务的可持续性就更有保障。我们经过国际比较发现，中国政府控制的资源（包括自然资源、经营性资产特别国有企业以及非经营性资产特别是行政事业

单位资产这三大块），更确切地说，是主权净财富占整个社会净财富的比重大概在 25%左右。发达经济体非常低，英国、美国是负的，德国、日本不到 1%。这意味着，中国政府掌握了大量的财富，从而有能力来应对债务风险。同时它又意味着什么呢？就是所有的风险它（政府）一个人扛，这也是一个大问题。所以我提出建议，即如果能够大幅度减少政府对于资源的直接配置，更多引入市场机制、市场化手段，来提高资源配置的效率，政府应对风险的能力就会大幅上升。特别重要的一点就是，政府控制了太多的资源，实际上它的风险分担方式也会变得比较单一。就是我刚才说的，风险由政府一个人扛。如果真的要实现管理好结构性减速过程中的风险，风险就要更多地由市场来分担。如果能做到这一点，我认为中国的债务就是可持续的。谢谢大家。

李扬：

谢谢晓晶，这么短的时间里，说了那么大的问题，我们来探讨。我补充有四个要点，一个刚才说到美国的情况，结论是美国去杠杆了，这是总体来说，而且大家注意说的是，它的实体部门。其中政府杠杆在加，大家一定要注意美国的这个情况，总体确实在去杠杆，如果分部门看，居民去杠杆、金融机构去杠杆，企业本来的杠杆就不高，很不错，有些人基于此说美国经济很健康，但是它的政府加杠杆加得非常厉害，这一点大家注意，刚刚结构里面，晓晶没有突出。我们观察美国经济，特别是二战以来，美国经济要出事都是政府债务出事，这预示着以后美国经济会有大问题。由于政府的杠杆率很高了，特朗普政府说的要减税基本上不太可能，那么多的债务，怎么减税？他要增加几万亿的基础设施投资，不太可能，没钱。他会倾向于强美元，这是可能的，因为通过强美元，可以吸收周转资金。利息会高，因为他要吸收，靠高利息，吸收世界的资金，来弥补政府的亏空，我觉得这个是从结构变化可以看得出来的。这是短期。你想长期是用强美元，用高利率向世界借钱，进一步的侵蚀了政府财务运营基础，美国经济的愈后是不好的。

第二个刚刚说了利息，我相信这个是非常有爆炸性的结果，就是从 2012 年开始，我们利息的支出，超过了当年 GDP 的增量。后来晓晶还进一步说利息

的负担，利息超出了我们 GDP 增长值，这都很怪异的情况。金融业的增长值。在计算过程中，大家知道这个计算量是非常大的，我们在算各个部门的时候，只有一个部门是有现成资料，就是财政部每年公布他的利息支出，其他政府的，居民的，发债的都得算。按算什么利息？算发行利率？票面利率？到期收益？是有讲究的，咱们在这里客观的跟大家说，我们在计算的过程中，使用的主要的就是到期收益，因为这个数据比较好找，但是到期收益是不能够准确衡量利息负担的，这个我跟大家交代一下，就是说我们的结论，不那么的严密，但是趋势是可以肯定的，这个是跟大家说的第二点。

第三点就是我们中国是这样的，利率水平和利息负担已经不一致了，你要观察市场经济国家，利率水平、利息负担是一致的，中国的利息水平和负担是不一致的，大量的东西在交易的过程中，在金融机构的资产负债表中，大量的在同业的交易中，利息负担上去了。中国这种情况的产生，主要原因是监管套利，所以中国的利息负担重，他的结论是一个体制现象。说到体制现象，当然我们可以有两个解释，一个说这是一个不好的事情，但是因为是体制现象，我可以通过体制改革来解决，留出了一定的空间，我们对于利息应该这样看，中国的高利率，是体制现象，中国储蓄长期打于投资，怎么该有这么高的利率？中间是谁搞的事？是体制不顺，这是第三个补充的。

第四个补充的就是中国进一步，因为你讲到债务，讲到利息，很容易把大家的眼光吸引到这个上面，吸引到负债侧，实际上中国的事情在资产侧。今后主要的，我们的政策建议，也就是说今后政府要把，由政府掌控的各种各样的资产，各级政府掌控的资产盘活，利息负担就会没有那么重，这个也是一个评价中国的债务和国外的债务的一个很重大的区别。国外的债务就是旧债务解决债务，别的没有什么好说的事。中国可以就资产讲债务，这个是和别的国家不同的，我稍微做一个补充，这个太大了，有很多人，可能会对这个事情有时候会引用，我做这个说明。